

UNIVERSIDAD DE ALCALA DE HENARES

INSTITUTO DE DIRECCION Y ORGANIZACION DE EMPRESAS

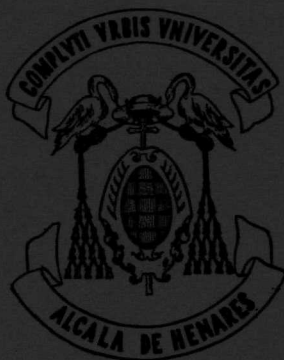
PROF. DR. SANTIAGO GARCIA ECHEVARRIA

Working Papers núm. 46

Título: ¿Qué medidas deben aplicarse
para mejorar la dotación con
capital propio en las empre-
sas a largo plazo?.

Autor: H.Albach

Fecha: Abril 1985



UNIVERSIDAD DE ALCALA DE HENARES
INSTITUTO DE DIRECCION Y ORGANIZACION DE EMPRESAS
ALCALA DE HENARES



Working Papers núm. 46

Título: ¿Qué medidas deben aplicarse
para mejorar la dotación con
capital propio en las empre-
sas a largo plazo?.

Autor: H.Albach

Fecha: Abril 1985

Responsables de Redacción:

Prof.Dr.Dr.Santiago Garcia Echevarria
Prof.Dr.Antonio Sainz Fuertes

Secretaria de Redacción

Srta. Maria Luisa Blasco Laviña.
Srta. Maria Luisa Rodríguez Frade.

C Dr.Dr.Santiago Garcia Echevarria

Se prohíbe la reproducción total o parcial por cualquier método
del contenido de este trabajo sin previa autorización escrita.



¿ QUE MEDIDAS DEBEN APLICARSE PARA MEJORAR LA DOTACION CON CAPITAL PROPIO
EN LA EMPRESA A LARGO PLAZO? (*) .

Prof.Dr.Dres. Horst Albach (**)
Universidad de Bonn

I. Falta de Capital Propio y bajas inversiones.

La señora ministro Breuel señalaba en el año 1.982 que en la República Federal de Alemania existía un déficit de capital propio de 170.000 -- millones de DM (1), problema del que se ocupa la ciencia y la práctica -- desde hace años y ambas lo contemplan bajo una lupa dentro de las perspectivas del debate de la opinión pública.

En el cálculo de este déficit de capital propio solamente ha tocado la Sra. Breuel parte del problema, esto es, el que se refiere al fuerte -- retroceso de la cuota de capital propio que en 1.967 ascendió al 31'4% de la suma total del balance que se ha visto reducido en 1.980 al 21'3%. El déficit de capital propio que está caracterizado por los 170.000 millones de marcos corresponde, por lo tanto, solamente al déficit de consolidación dentro de la estructura de capital. Las pérdidas de crecimiento que se -- han producido por el empeoramiento de la dotación con capital propio de nuestras empresas (2) no están incluídas en esta cuenta. Si se hace una -- valoración aproximativa y precabida de solamente un 1% anual en cuanto a estas pérdidas de crecimiento y partiendo de los propios datos de la Sra. Breuel se puede obtener un déficit de inversiones, en cuanto se refiera a la dotación con capital propio de las empresas, de aproximadamente 80.000 millones de marcos. El déficit total de capital propio ascendería, por lo

(*) Texto correspondiente a la conferencia pronunciada en el Congreso de Juristas Alemanes celebrado en Hamburgo el 29 de Septiembre de 1.984.

(**) La traducción del original alemán ha sido realizada por el Prof.Dr.Dr.Santiago Garcia Echevarria, Catedrático de Política Económica de la Empresa -- de la Universidad de Alcalá de Henares.

tanto, considerando ambas partes, el problema de consolidación y el problema de inversiones, a una cifra total de 250.000 millones de marcos (3).

Con lo que estamos frente a un problema de una importancia económica - extraordinaria. Agradezco mucho a este Congreso Alemán de Juristas el que - hayan aceptado este tema y con ello se sitúe en el campo de la amplia discusión por lo que afecta a los caminos para mejorar la dotación con capital - propio a las empresas (4). Es de gran importancia que las discusiones, aquí en este Congreso, conduzcan a soluciones constructivas. Quiero agradecerles la invitación que me han formulado para que como economista pueda colaborar en la elaboración de recomendaciones para mejorar la dotación con capital pro pio a las empresas alemanas.

II. La importancia económica de una mejora de la dotación con capital propio.

1. La evolución de la dotación de capital propio.

Si se contempla la economía como un conjunto se compensan exigencias y deudas de los sujetos económicos y con ello desaparece el problema de la do tación con capital propio en la economía. El que quiera de esta manera sos- layar el problema de la dotación con capital propio a las empresas (5) ol- vida que la distribución de los títulos de capital propio y los títulos de capital ajeno influyen sobre los diferentes sujetos económicos del proceso de la economía y en sus resultados. Si los ahorros de capital se canalizan a las empresas aparece de esta manera capital propio sobre el que decide - en cuanto a su utilización el propietario de la empresa. Estos propietarios no son por regla general personas que huyan del riesgo. Si por el contrario los ahorros que se producen en la economía se configuran en economías domés ticas deciden entonces sobre la colocación de estos medios también hombres que buscan, entre otros, aspectos de seguridad. Prefieren títulos financieros, con mayores exigencias de tipos de interés más seguros. O bien dejan a un lado todo lo que concierne a inversiones de elevado riesgo y tienen que ser instituciones intermedias las que conviertan ahorros que temen el riesgo en capital para inversiones dispuesto a asumir elevadas cuotas de riesgo. Esta

transformación del riesgo no puede realizarse de forma perfecta y está estrechamente vinculada a costes de transacción adicionales.

La distribución de los ahorros en la economía entre sujetos dispuestos a asumir riesgos y sujetos económicos dispuestos a asumir menos riesgos - constituye, por lo tanto, un elemento importante en nuestro problema.

Los ahorros se configuran partiendo de la renta. La participación en el conjunto de las rentas que se obtienen en las empresas alemanas y que fluyen a las economías domésticas se ha incrementado en el período que va desde el año 1.960 al año 1.982 de un 67% a un 82%. Al mismo tiempo, la participación de los propietarios en las rentas empresariales se ha visto reducida de un 10% a un 6%. La posibilidad para configurar ahorros se ha desplazado, por lo tanto, desde los empresarios a las economías domésticas de los trabajadores. Aquella parte que vuelve a fluir de estas economías domésticas, en forma de participación de los trabajadores en las empresas, puede, hasta este momento, dejarse a un lado (6). Por el contrario, aquella parte de sus ahorros que se pone a disposición de aquellas instituciones que asumen la captación de capital y que facilitan al sector empresarial un capital ajeno, se ha incrementado notablemente. La cuota de préstamos de capital ajeno, dentro del conjunto del ahorro de las empresas se ha elevado de un 4% a un 10% (7).

Esta tenaza que abarca una participación creciente de los trabajadores y una participación creciente de los prestamistas de capital ajeno coincide con la reducción de la capacidad para configurar ahorro dentro de la propia empresa. Se ha debilitado la capacidad de autofinanciación de las empresas.

Los intentos de detener el empeoramiento de la relación de distribución de rentas a través de mejoras de la productividad y a través de las elevaciones de precios han sido, sin duda, intentadas por las empresas. Pero, en su conjunto, sin embargo, la competencia se impone en el mercado, especialmente, por lo que afecta a los mercados internacionales planteando límites importantes a todos estos intentos. Ciertamente en los 20 años que transcurren desde 1960 a 1982 las rentas empresariales se han mantenido bastante constantes en-

torno a un 40% del volumen de rentas.

El empeoramiento de la relación de distribución de rentas desfavoreciéndolo al capital propio tiene también su incidencia en una caída de la rentabilidad para los accionistas. Entre 1.960 y 1.982 la rentabilidad del capital propio, esto es, la que ha recibido el accionista por parte de las empresas se ha reducido a la mitad aproximadamente (8). La caída de la rentabilidad del capital propio hubiera sido todavía más acentuada si las empresas no hubieran intentado contrarrestar esta tendencia mediante la utilización del denominado efecto de apalancamiento. En la medida en que los intereses del capital ajeno se encontraba todavía por debajo de la rentabilidad del capital total de la empresa era esta actuación interesante desde el punto de vista de la economía empresarial. Pero con la reducción de la rentabilidad del capital invertido en la empresa, como consecuencia de un acentuamiento de la competencia internacional, y también como consecuencia del incremento de los tipos de interés del capital ajeno, ha tenido como incidencia el que una tal política financiera de la empresa haya sido cada vez más desfavorable (9). Las empresas se han situado en una mayor sensibilidad a la crisis, tienen que satisfacer primas de riesgos muy altas para poder disponer de capital.

Junto a la incapacidad de las empresas para poder incrementar la cuota de capital propio por su propia capacidad generadora se debe considerar adicionalmente la capacidad de poder atraer capital propio exterior a las empresas, ya que las perspectivas de conseguir, por parte de los accionistas, una prima adecuada a la aceptación del riesgo que involucra entregar su dinero como capital propio, ha desaparecido de manera muy sensible (10). Si por parte de las aportaciones exteriores a las empresas se puede lograr capital propio adicional, se incrementa, naturalmente, también el interés por parte de los accionistas existentes en la empresa de poder sacar de la misma la mayor participación posible de beneficios de las empresas. Esto reduce la base de capital propio para poder realizar inversiones de alto riesgo. La cuota de capital propio medido en el conjunto del capital invertido va así retrocediendo (11).

La cuota de capital propio se ve reducida sistemáticamente en las empresas alemanas, lo cual es todo un síntoma; el problema clave se encuentra, sin -

embargo, en una dimensión más profunda: las diferencias entre la rentabilidad del capital propio y el tipo de interés del capital ajeno ya no cubre el riesgo que va vinculado a la cesión por parte del prestamista del capital en concepto de capital propio. Todas las medidas para mejorar la dotación con capital propio de las empresas tiene que plantearse entorno a este problema.

2. El desarrollo del Riesgo Empresarial.

No es, sin duda, esto una tarea fácil por dos motivos. Por un lado, no se puede modificar de forma radical la distribución de la configuración de ahorros entre los diferentes sujetos económicos. Y en este sentido estoy de acuerdo con los expertos. Lo cual significa, sin embargo, que la configuración de ahorros, que tiene lugar por lo general, en aquellos sujetos económicos que tienen poca disposición al riesgo implica el que haya que ofrecerles una prima de riesgo más elevada para el mismo importe de capital que soporta ese riesgo. Todas las demandas a un cambio de mentalidad de la población que se exponen con frecuencia no tienen éxito. Se tienen que producir atractivos económicos masivos si se quiere salvar esta aversión al riesgo por parte del capital y ahorro.

Por otro lado, se ha visto incrementado notablemente el riesgo empresarial en los años que siguen a la liberalización del tipo de cambio al primer choque del precio del petróleo (12). Mídase como se quiera el riesgo al que están sujeto las empresas (13) pero lo que si puede decirse es que los riesgos que se configuran en el entorno empresarial se han incrementado de forma notable y que las empresas no han podido contrarrestar este incremento de los riesgos a pesar de adoptar una política de inversiones muy precavida y a pesar de una continua autoafirmación contra los riesgos mediante la elevación de los medios líquidos (14).

3. Desarrollo de la asignación de riesgos.

Un incremento de los riesgos y una reducción de las primas de riesgos no son precisamente un atractivo para la aportación de capital propio adicional. Al contrario: la reacción económica lógica ante una tal situación es la

recuperación de medios, en la medida que ello sea posible, y su transformación en imposiciones más seguras.

Para un mismo nivel de riesgo empresarial significa un desplazamiento de riesgos a otros impositores. Ciertamente los prestamistas de capital ajeno se encuentran sometidos al riesgo del tipo de interés e, incluso, al riesgo de la amortización. La asignación de los riesgos en la empresa no siguen el planteamiento tradicional de que el capital propio asume un capital de riesgo y que el capital ajeno es una imposición segura con tipos de interés fijos y con unos plazos de devolución fijos. El prestamista en capital ajeno no solamente ha incluido en sus cálculos de las primas de riesgos las exigencias de interés, dada la experiencia acumulada, sino que también percibe y recibe derechos de control de la propia empresa (15).

4. El desarrollo de las Inversiones.

Tales derechos de control son, sobre todo, muy importantes en las decisiones de inversión empresarial. Pueden ejecutarse estos derechos de control impidiendo la realización de inversiones de elevado riesgo por falta de una dotación suficiente de capital propio.

La decreciente rentabilidad de las inversiones reales y el incremento de los derechos de control por parte de aquellos grupos de prestamistas de capital que huyen del riesgo ha llevado a que la cuota de inversión en la economía alemana se reduzca y se modifique el carácter de las inversiones.

El banco emisor ha llamado la atención por el hecho (16) de que en los años 60 aproximadamente el 20% del producto nacional bruto se destinó a la formación de patrimonio material así como también a la adquisición de exigible frente a extranjeros, mientras que la media en los años 70 sólo ha sido del 14'5% y en 1.982 se ha visto reducido a un 10%. En los mismos términos puede apreciarse el retroceso en cuanto a la cuota de inversión bruta en las Sociedades Anónimas industriales alemanas. Mientras que en los años 60 se encontraba en el 32'4%, la media de los años 70 llegó a bajar al 27'1%. Las inversiones por persona ocupada se incrementaron en los años 70 aproximadamente

en un 6%, por el contrario, después de 1.972 lo han hecho con una cifra muy cercana al 4% (17).

Este retroceso de la cuota de inversión no es sólo el resultado del hecho de que solamente se realizan aquellas inversiones que pueden competir tanto en rentabilidad como en seguridad con las imposiciones financieras existentes en el mercado. Las inversiones innovativas a largo plazo no pueden, en la misma manera, que inversiones de racionalización, realizar esta actividad competitiva, ya que no se puede amortizar en dos años. El déficit de inversiones se ha convertido, por tanto, en un déficit de innovación.

El círculo vicioso que se acaba de exponer se trata de romper. Para ello no es condición necesaria la distribución de las rentas empresariales entre capital y trabajo de forma fundamental, por muy deseable que esto fuera desde el punto de vista de la industria de tipo medio. Tampoco es necesario el que a todas las empresas les facilite capital propio externo. La mejora de la dotación con capital propio no se aprecia tampoco en todas las empresas con la misma intensidad (18). Sería suficiente cuando las perspectivas para lograr una prima de riesgo elevada, al menos, pudiera movilizar a una parte de los impositores de manera que las imposiciones en títulos de capital ajeno pudieran volcarse en imposiciones de títulos de capital propio. Probablemente con unos cuantos resultados perceptibles de una política innovadora de inversiones de elevado riesgo sería suficiente para acentuar el atractivo que llevaría a configurar capital dispuesto a asumir riesgo. No es necesario que se adopten medidas con el objetivo de que un amplio frente del público, en general, se movilizase para lograr la aceptación de títulos de capital riesgo.

III. Principios económicos para fundamentar las propuestas de mejora de dotación con capital propio a la empresa.

1. Las dimensiones económicas de las medidas para la mejora de la dotación con capital propio a la empresa.

Las medidas para la mejora de la dotación con capital propio de las empresas alemanas tendrán éxito después de lo expuesto cuando las primas que

perciba el accionista por la aceptación de los riesgos se mejore de tal manera que constituya un atractivo claro para adquirir títulos de capital propio y no para invertir sus recursos en títulos financieros con tipos de interés acordados y con plazos de amortización establecidos.

Estas primas pueden estar influidas por 2 partes: por la parte de los costes y por la parte de la utilidad. Aquí vamos a definir como costes de transacción del capital propio a todos aquellos costes que están vinculados a la disposición para ceder capital propio independientemente de que estos costes se produzcan en el prestamista o en aquella institución - que asume el papel coordinador de capital o en cuanto a los costes de transferencia de capital o costes en el propio demandante. Cuanto más bajos -- sean estos costes de transacción de capital propio tanto mayor es la predisposición para que pueda satisfacerse una prima adecuada para la cesión de capital propio.

La utilidad del capital propio, en cuanto se refiere al impositor, consiste, por último, el resultado esperado y la incertidumbre que tiene que alcanzar esa rentabilidad. La incertidumbre puede influir mediante normas de información, de control y de codirección.

Naturalmente la prima exigida es diferente de impositor a impositor, así como de demandante a demandante. Si se crease solamente un título único, standard, de capital propio y un único mercado en el que actuaran todos los demandantes y todos los oferentes de capital de alto riesgo, se configuraría un precio de mercado eficiente, esto es, una prima por la cesión de capital en forma de títulos financieros que asumen riesgo. Este sería el precio del mercado del riesgo en el que son iguales la oferta y la demanda. Para este precio de mercado los demandantes de capital-riesgo lo tendrían a un precio - que se encuentra por debajo del que tuvieran que pagar y, por parte de los - oferentes de capital riesgo, obtendrían una prima que se encontraría por encima de la que ellos estarían satisfechos de lograr.

El volumen total de capital-riesgo que se lograría en un mercado institucionalizado para capital riesgo de la manera expuesta es menor que el que se produciría en un mercado con diferentes títulos de capital propio. El sen

tido de una segmentación del mercado es, por lo tanto, el agotar la oferta de capital riesgo. Cuando los títulos financieros se adaptan a unos determinados segmentos de compradores y demandantes es mayor la disposición de capital riesgo. Naturalmente esta segmentación del mercado lleva consigo implícito los costes adicionales de información y transacción.

La forma jurídica de las sociedades personales ofrece la posibilidad de dotar con títulos de capital propio dentro del contrato de la sociedad de forma muy individualizada. Pero esto implica elevados costes de transacción. La forma jurídica de las Sociedades Anónimas, por el contrario, facilita un título de capital propio standarizado, esto es, la acción. Este título está vinculado a los costes de transacción pero, al mismo tiempo, presenta la desventaja de que ofrece al impositor dispuesto a asumir riesgo un título con unas perspectivas de beneficios y pérdidas más bajas que las que estaría dispuesto a aceptar.

Algunos de los impositores institucionales de capital son sometidos a normativas estatales que los excluye de la compra de capital riesgo. En la medida que estas regulaciones estatales implican la definición de un determinado nivel de seguridad en las imposiciones de estas instituciones, niveles que no coincidan con las funciones del impositor institucional, implicaría una eliminación, en parte o total, de las regulaciones y un incremento de la oferta de capital riesgo.

2. La definición económica de Capital Propio.

Después de lo que se ha mencionado queda claro que el economista apoya todas aquellas medidas que tienden a mejorar la dotación con capital propio a las empresas y que utilizan al máximo las posibilidades de mercado. Ello exige segmentaciones del mercado mediante la creación de los más diferentes títulos de capital riesgo.

Todo título de capital riesgo tiene que cumplir, sin embargo, las funciones económicas del capital propio:

- El capital no tiene que ser amortizado por la empresa o devuelto.
- El capital no puede ser denunciado por el prestamista.

- El capital se pierde en caso de quiebra de la empresa.
- Al capital se le retribuye con una renta residual.

Si existe una tal asociación entre la propiedad en la empresa y la dirección, el propietario del capital y no, sin motivos, teme, no ya sólo el que no vaya a devolverse el dinero, sino el hecho de que no vaya a obtener ninguna renta residual porque el directivo tiene influencia en cuanto al logro y la fijación de las rentas residuales. Por consiguiente, insistirá en un control directo o indirecto de su agente, que vincule la renta de la gerencia a las rentas residuales o bien mediante asegurarse que los directivos protejan sus intereses patrimoniales y de rentas. Tales medidas del propietario del dinero frente a su agente cuestan naturalmente dinero. Si se admite la existencia de diferentes títulos jurídicos que permitan tanto al demandante de capital como al oferente de capital posibilidades de elegir, posibilidades de diferentes combinaciones en función del beneficio esperado por la adquisición de tales títulos y los costes que se produzcan en el ejercicio de los derechos de control o de codirección, es cuando se daría una mayor predisposición para crear capital de elevado riesgo frente a una situación de un título standard único que se permitiese por el ordenamiento jurídico.

3. Criterios para el enjuiciamiento de medidas para la mejora de la dotación con capital propio.

Para el enjuiciamiento de las medidas para la mejora de la dotación con capital propio deben considerarse tres criterios desde la perspectiva económica:

- Las medidas que ofrezcan a los afectados posibilidades de decisión son mejores que las medidas obligatorias (criterio de la libre elección).
- Las medidas que permitan obtener una mayor rentabilidad del capital riesgo son mejores que aquellas medidas que llevan a una menor rentabilidad (criterio de la eficiencia de las imposiciones).
- Las medidas que presentan una relación alta entre utilidad y costes son mejores que las medidas con una relación de utilidad - costes baja (criterio de la eficiencia de costes).

IV. Medidas para la mejora de la dotación con capital propio.

1. La solución jurídica del Derecho de Sociedades propuesta por Dieter Reuter.

Estas consideraciones y criterios se tratan ahora de aplicarlas al enjuiciamiento de las propuestas de solución realizadas por Dieter Reuter para poder deducir propuestas propias de solución. En su dictamen Reuter presenta un amplio análisis de temas jurídicos que según su opinión se encuentran estrechamente vinculados a las medidas propuestas en la literatura para la mejora de la dotación con capital propio a las empresas alemanas y elabora una propuesta de solución jurídica para las sociedades. La interpretación económica de Reuter de que el rechazo de la solución jurídica por vía de las obligaciones es lo que está sentando las bases para soluciones jurídicas a través del mercado de capitales y para las soluciones jurídicas empresariales es la misma que la que se deduce de su propuesta de una modificación jurídica del Derecho de Sociedades. Se puede abreviar y concretar su propuesta en los siguientes puntos:

- 1.- Los costes de la adquisición de capital propio en el "Impositor Normal" (19) son muy elevados para la empresa y ni pueden ni deben ser reducidos.
- 2.- Los costes para la adquisición de capital propio en los "Impositores Institucionales" (20) no son tan elevados para las empresas y pueden seguir siendo reducidos.
- 3.- Los costes para evitar la recuperación del capital propio por parte de los socios de sociedades familiares son en realidad muy bajos para las empresas y pueden y deben ser elevados.
- 4.- Los costes de transacción del capital propio disminuyen con el volumen del capital propio que se ha negociado en el mercado. (21) Los costes de transacción del capital propio pueden reducirse además mediante la reducción de los impuestos que cargan adicionalmente al capital propio, así como mediante la reducción de los precios reguladores y una mayor competencia entre los intermediarios financieros.

Una mejora de la dotación con capital propio de las Sociedades Anónimas

se puede lograr con esta propuesta de solución solamente en la medida en la que los costes de transacción, adquisición y transferencia de capital propio, pudieran reducirse a través de la Bolsa. Sobre este aspecto existe hoy un amplio consenso.

Un empeoramiento directo de la dotación con capital propio de aquellas sociedades personales, familiares, de responsabilidad limitada, se pueden deducir de esta propuesta en la medida en la que se reduzcan las posibilidades de retirarse por parte de los socios de estas sociedades. Esto incrementa el coste a las empresas, ya que al evitar la retirada de capital implica una "prima de lealtad".

Los costes marginales de la adquisición de capital ajeno deben elevarse, según Reuter, mediante los derechos de intervención de los acreedores sobre los socios de manera que aquella parte del capital que corresponde a un socio que se retira no sea sustituido por capital ajeno.

Si los costes marginales del capital propio de las sociedades familiares alcanzan el nivel de los costes marginales de la adquisición de capital propio a través de la Bolsa como consecuencia de las "Primas de Lealtad", sería, para las empresas familiares, desde la perspectiva económica, más interesante compensar al socio que se retira pagándole y buscando en la Bolsa, a través de la emisión de acciones, el correspondiente importe de capital perdido (22).

La demanda adicional en las Bolsas de acciones llevaría a un efecto de regresión de los costes de transacción que trasladaría al mercado competitivo entre los bancos a los demandantes de capital. La reducción de los costes de transacción no es, sin embargo, suficiente para compensar la elevación de los costes de capital propio (23).

En conjunto, la solución jurídica de sociedades que propone Reuter lleva a un incremento de los costes de capital propio para las empresas y, con ello, a un empeoramiento de la dotación con capital propio de las mismas o bien a una reducción del volumen de inversiones de alto riesgo en la economía.

Reuter no lo ve de otra manera por lo que puede deducirse de su dictamen pero mantiene su propuesta por motivos que pueden encontrarse fuera del debate de este Congreso de Juristas Alemanes.

La solución de Reuter contradice los principios de la libertad de elección en la medida en que incluye obligatoriedad en la elección de la forma jurídica de la Sociedad Anónima (24). Está también contradiciendo el principio de la eficiencia de costes, ya que eleva los costes del capital propio en su conjunto. Contradice, también, el principio de la eficiencia de rentabilidad, ya que al elevarse los costes de capital propio se verá reducida la demanda de capital propio. En cuanto se refiere a las consideraciones económicas no puede mantenerse la afirmación de Reuter de que su propuesta llevaría a una mejora de la dotación con capital propio de las empresas.

En este sentido yo recomendaría al Congreso de Juristas Alemanes, desde la perspectiva económica, el que no acepten las propuestas jurídicas de sociedades de Reuter. (25).

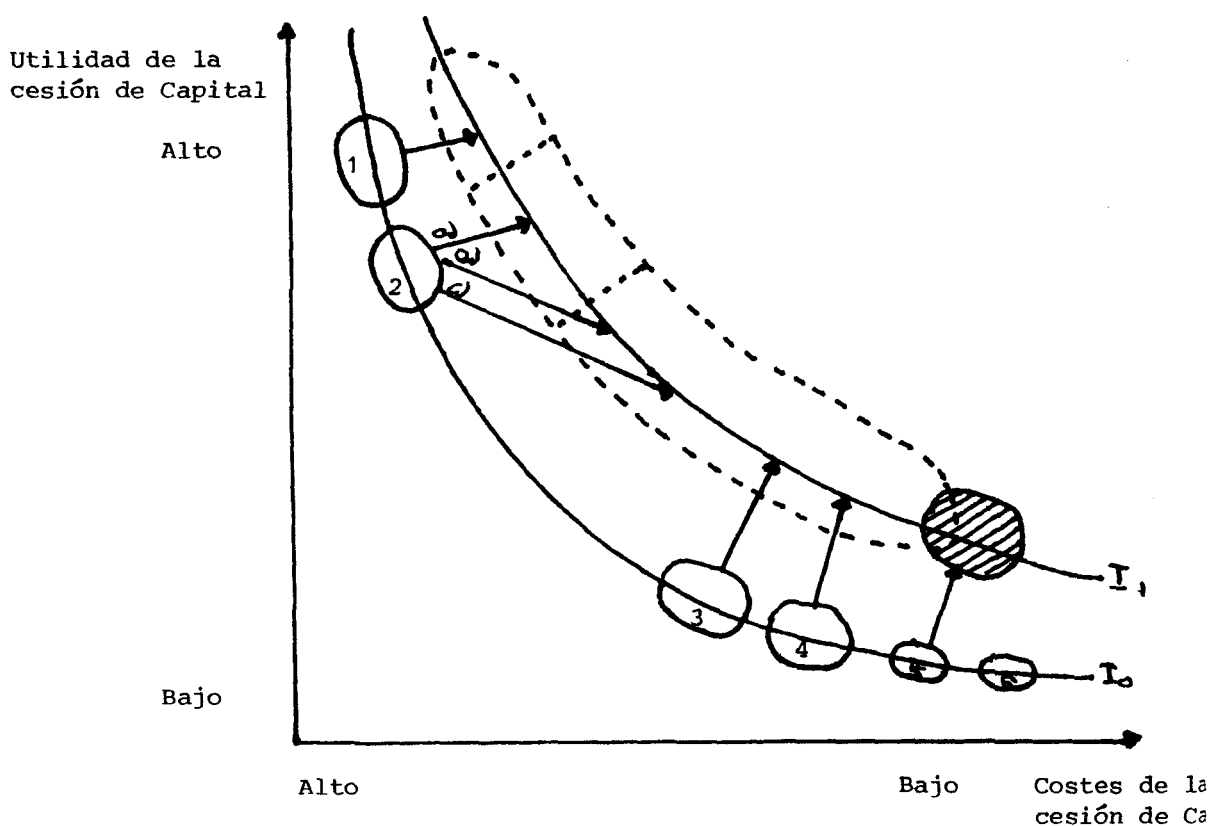
2. La solución orientada a los costes y utilidades de la cesión de capital propio.

a. El modelo de Costes/Utilidades.

A continuación se van a exponer las medidas económicas fundamentales buscando una solución para mejorar la dotación con capital propio de las empresas, recomendaciones a las que deberían orientarse los trabajos de este Congreso de Juristas Alemanes. No es este el lugar de exponer en detalle cada una de las propuestas de solución que yo realice en otra en otra parte. Pero tampoco veo ningún inconveniente de abandonar la esperanza en cuanto a la realización de estas propuestas y la colaboración para su implementación, ya que incluso desde las consideraciones jurídicas que se encuentran en el dictamen de los juristas junto a estas propuestas no pueden, desde la perspectiva de la literatura jurídica, considerarse como convincente (26).

La clave del concepto económico de solución se deduce de la contraposición de costes/utilidad. En la figura que se expone a continuación puede apreciarse de forma unívoca. En esta figura se supone que el incremento de los tipos de interés para los valores de renta fija son la causa del incremento de la escasez de dotación con capital propio de las empresas. La relación costes/utilidad de capital propio se encuentran, después de incrementar el tipo de interés de los valores públicos, en una línea de indiferencia más baja en el prestamista.

FIGURA 1: Modelo Económico Costes/Utilidades



Leyenda:

1. % de Sociedades Personales.
2. % de Sociedades de Responsabilidad Limitada.
3. % de Sociedades Anónimas.
4. % de Sociedades Anónimas de amplio espectro de accionistas.
5. Valores de renta fija.
6. Ahorro en Cajas de Ahorro.

La función consiste en el hecho de que los títulos de capital propio - puedan desplazarse hacia una nueva curva de indiferencia. Esto se logra, y aquí lo estamos suponiendo, no sólo, mediante la elevación de los rendimientos de capital propio. La lucha por la distribución de rentas establece unos límites. Mediante la reducción de los costes de transacción de la adquisición de capital propio no puede lograrse una mejora de la dotación de capital propio de las empresas ; por consiguiente, la solución debe provenir de la combinación de la elevación de la utilidad por la cesión de capital propio y de la reducción de los costes y, en cualquiera de los casos, por la eliminación de los costes adicionales en la adquisición de capital propio.

Esto significa:

- Se han de evitar los costes de transformación.
- Los costes de adquisición de capital propio se han de reducir mediante la standarización de los títulos de capital propio.
- Las oportunidades de rentabilidad del capital propio se han de mejorar mediante la diferenciación de los títulos de capital propio.
- Las primas de riesgos necesarias se han de reducir mediante la creación de títulos de capital propio fungibles con una adecuada dimensión del valor de los títulos.
- Los costes por adquisición de capital propio se han de reducir mediante la ampliación del círculo de personas con capacidad de adquisición.

b. Propuesta de solución para las Sociedades Anónimas.

No existen grandes discrepancias en la literatura sobre las propuestas para la mejora de la atractividad de la acción. Aquí se trata especialmente de las medidas fiscales que se discuten y que, con toda probabilidad se van a adoptar (27).

La atractividad de la acción es tanto más elevada para amplios círculos de impositores cuanto menores son los tipos de emisión. Estos intereses del

público que busca posibilidades de imposición se han protegido por parte de los bancos hasta hoy. Por otro lado, significa también que unos tipos - de emisión a niveles más bajos significan que el accionista antiguo paga al nuevo accionista, como dinero de entrada, en una forma patrimonial, lo que queda reflejado por la emisión de la ampliación del capital en función de un tipo más favorable de emisión (28). Al mismo tiempo se incrementan los costes de la adquisición de capital propio. La preocupación por que una exagerada protección del inversor pueda dificultar la mejora de la dotación con capital propio a las empresas eliminaría, en la medida en que se lograse, que la compensación de intereses entre los antiguos y nuevos accionistas se realizase a través del mercado. La exigencia de una mejora de la competencia en las emisiones bursátiles se basa en estas consideraciones y ha encontrado una amplia posición favorable en círculos bancarios.

Una mejora de la competencia debe esperarse, por un lado, por el hecho de que además de los institutos crediticios puedan también otras empresas obtener el derecho para poder presentar en Bolsa a Sociedades. A pesar de la posición precabida de la Comisión de Expertos Bursátiles puede contarse - con una ampliación del círculo de entidades que tengan acceso a intervenir en Bolsa. Una mejora de la competencia solamente se producirá cuando se modifique la configuración del tipo de emisión. Theede ha propuesto introducir un procedimiento Tender que solamente se utiliza en la República Federal - de Alemania cuando se tratase de introducir obligaciones de caja y bonos sin interés, mientras que en los E.E.U.U. y en Holanda también se actúa en las emisiones de Sociedades Anónimas. Aquellas empresas que buscan capital propio (o sus bancos) "marcan para la emisión un tipo de cambio mínimo y ofrecen a los inversores de capital ofertas de compras que corresponden, como mínimo, a este tipo de emisión. La asignación de la emisión se realiza - orientándose en el importe de los tipos de cambios de la oferta" (29). A mi me parece interesante esta propuesta.

En toda la discusión en torno a la mejora de la dotación con capital propio a las empresas se ha planteado también por Willgerodt y Puetz así mismo, la exigencia (30) de que se incremente la atractividad de la acción mediante la obligatoriedad de una distribución de beneficios. Se trataría

de suprimir el derecho del Comité Ejecutivo de la empresa, de acuerdo con el artículo 58 de la Ley de Sociedades Anónimas, según el cual la mitad del sup
eravit anual puede retenerse.

Esta exigencia no es nueva. Se encuentran también, aunque de otra forma, en los Dictámenes del Consejo Científico del Ministerio de Economía Federal - sobre el tema de "Autofinanciación en el caso de un crecimiento económico - más lento", dictamen emitido en 1.963 (31). En la forma en la que lo han - planteado Willgerodt y Putz no puede, sin embargo, sostenerse esta exigen-- cia. La retención de beneficios supone, en cualquiera de los casos, un ahorro de costes de transacción para la empresa. Una delimitación de la dotación con capital propio mediante la distribución de beneficios solamente pudiera recomendarse cuando los accionistas utilizasen estos medios para establecer la dotación con capital propio en otras empresas en las que se pudiera conseguir un importe más elevado del mismo. Pero esto solamente es el caso cuando se trata de empresas en las que la evolución estructural interna es más lenta que aquella evolución estructural que se realiza a través de la movilización de capital por la vía del mercado de capitales y cuando esto no sea - aún más eficaz a través de la liquidación de los títulos de capital propio y la imposición de los ingresos provenientes de esta venta en otros proyectos mejores. Las investigaciones empíricas más antiguas han demostrado que los costes de capital propio, si bien en un principio disminuyen con una elevación de la cuota de distribución de beneficios, más adelante, sin embargo, se incrementan (32). La obligatoriedad de una distribución de los beneficios significaría, por lo tanto, una elevación de los costes de capital propio y con - ello se empeorarían las posibilidades de dotación con capital propio a las empresas Alemanas en su conjunto. En cualquiera de los casos se tiene que configarar reservas para poder compensar las pérdidas sustanciales de capital como consecuencia de los procesos inflacionistas.

La atractividad de la acción, especialmente por lo que se refiere a las Sociedades Anónimas pequeñas, que tienen menos posibilidades para poder reducir su riesgo empresarial mediante la diversificación de los distintos mercados, sin duda, se vería elevado cuando se le admitiese a cotización en Bolsa y cuando por parte de los diferentes sectores de inversores, a los que hasta ahora no les

había sido posible acceder a la compra de títulos, pudieran acceder a este mercado. Las propuestas que ha planteado la Comisión de Expertos Bursátiles para la creación de mercados paralelos - que no corresponden en estas propuestas exactamente al marco de regulaciones del derecho de la Comunidad Económica Europea, tales como el segundo mercado - son líneas de actuación que deben apoyarse. Sería necesario recomendar al Congreso de Juristas Alemanes que se evite una vinculación entre el mercado secundario (libre tráfico bursátil regulado) y un mercado paralelo (de acuerdo con las consideraciones de la Comisión de Expertos bursátiles). Las recomendaciones de los expertos, que no prescriben la necesidad de la aceptación del prospecto de bolsa a través de un banco de emisión, deberían ser escuchadas. La recomendación coincide con las demás recomendaciones de la Comisión de Expertos Bursátiles (33).

La atractividad del mercado paralelo se elevaría, naturalmente, cuando se realizasen en este mercado mayores volúmenes de ventas de transacciones. Este es el caso cuando a las empresas de seguros y a las cajas de pensiones les fuera posible también la adquisición en el mercado paralelo de los títulos cotizados para cubrir su inversiones de acuerdo con la legislación vigente. Si se tiene presente una ampliación cuidadosa de las regulaciones de imposiciones de acuerdo con el artículo 54, apartado 2 de la VAG, tal como se recomienda (34), no tienen porque surgir costes imprevisibles para las empresas de seguros (35).

c. Propuesta de solución para las Sociedades con Responsabilidad Limitada.

La mayoría de las empresas de tipo medio no se encuentran bajo la forma jurídica de Sociedades Anónimas y tampoco consideran una transformación en una Sociedad Anónima como el camino más adecuado para mejorar la dotación con capital propio. Y esto no tiene nada que ver con "ser el señor de su casa", que ha sido calificado de esta manera por el Ministerio de Economía Federal, como un obstáculo para la mejora de la dotación con capital propio (36) y que a los expertos quiere confrontarlos con datos jurídicos que les obligaría a una modificación en la forma de pensar (37). Hoy día, en la dirección de las empresas de tipo medio, intervienen otras muchas personas desde las Oficinas de supervisión y las autoridades más diversas, además de los bancos, el propio consejo de empresa y los sindi

catos, de manera que la introducción de Socios Capitalistas no significa ninguna modificación fundamental en la mentalidad fuertemente anclada (38). Se trata sencillamente de la cuestión de si el precio que se ofrece para tener la posición de un "señor en su casa" es adecuado. El atractivo del capital propio en las Sociedades de Responsabilidad Limitada se vería incrementado cuando el valor de las participaciones de la empresa pudiera ser determinado y pudiera ser realizado sin poner en peligro la existencia de la empresa. La dotación con capital propio para las Sociedades de Responsabilidad Limitada se mejoraría, sin duda, cuando pudieran ser negociables las participaciones empresariales.

Actualmente se incorporan nuevos socios en una Sociedad de Responsabilidad limitada cuando éstos adquieren parte de la empresa al valor nominal de sus imposiciones y a la hora de dejar la empresa se les compensa con el valor contable de sus participaciones. Por consiguiente, la aceptación de capital propio adicional es por tanto caro, ya que el socio que entra tiene una exigencia en la parte de los beneficios que se encuentran como reservas ocultas y que han sido logrados por los antiguos accionistas. La compensación del socio que abandona la sociedad al tipo de valor contable es comparativamente barata y conduce, sin duda, a grandes problemas de liquidez y tiene también una carga significativa para la sociedad.

Si se pudieran negociar las 'acciones' de las Sociedades de Responsabilidad Limitada se reducirían los costes de dotación con capital propio por parte de los antiguos accionistas y se aumentaría el atractivo de las Sociedades de Responsabilidad Limitada para la inversión del accionista. La Sociedad no tendría ya ningún riesgo que compensar y el inversor, en consecuencia, aceptaría el riesgo del tipo de cambio. El atractivo de las Sociedades de Responsabilidad Limitada sería tanto para la sociedad como para el socio cuando estuviera sometido al tráfico de acciones o participaciones a las mismas regulaciones que en el caso de las acciones de una Sociedad Anónima. Los costes de tales regulaciones, en la forma de los beneficios omitidos, son notables. Por lo tanto, se ha de organizar un segmento de mercado propio para las transacciones de las participaciones en las Sociedades de Responsabilidad Limitada.

Para la organización de un segmento bursátil para las participaciones de las Sociedades de Responsabilidad Limitada tiene mucha importancia la configuración de las participaciones en las Sociedades de Responsabilidad Limitada. Semler propone una Sociedad de Responsabilidad Limitada en base de acciones (39). Los bonos de participación deberían estar sometidos a la misma protección que disponen los inversores cuando realizan sus inversiones en acciones. Ciertamente reduce el atractivo de las participaciones en las Sociedades de Responsabilidad Limitada y eleva los costes de la participación con capital propio. Schmidt considera que la emisión de participaciones nominativas no tendría ningún problema (40), pero ello no contesta a la pregunta de cómo se han de hacer las transacciones con estas participaciones. Kirchner recomienda que se emitan títulos nominativos y que estos sean negociados en un segmento de mercado fuera de la Bolsa, en la medida en que el volumen de transacciones fuera pequeño y que se introduzcan en un segmento de mercado especial cuando este volumen de transacciones pudiera llevar, por su importancia, a una configuración de precios bursátiles (41).

En mi opinión, una participación en una sociedad de responsabilidad limitada que fuera negociable en forma de un título nominativo es la mejor manera de corresponder a los intereses tanto de la sociedad como de los socios. La transmisión no precisa de un documento notarial, pero debiera quedar registrada la transferencia en el libro de la sociedad. El número de participaciones debiera de ser lo suficientemente pequeño, como para mantener alejado de este mercado a la gran masa de público que necesita protección, pero debiera ser lo suficientemente grande para que pudiera configurar un precio en el mercado. Un valor nominativo de una participación de 10.000 DM sería suficiente para poder presentar, por un lado, perspectivas elevadas de beneficios y, por otro lado, para mantener bajos los costes de transacción y de esta manera poder dominar el riesgo de la diversificación de la inversión. Un tal importe de una participación en la sociedad será además la más adecuada para la participación de aquellos socios que conocen bien la empresa cuyas necesidades de información no exigen consecuentemente obligaciones adicionales de información a la empresa. Se trata fundamentalmente de los colaboradores con puestos directivos, administradores, clientes, aseguradores y prestamistas de la empresa.

Las participaciones en una Sociedad de Responsabilidad Limitada debieran ser autorizadas para que puedan ser objeto de transacción en el mercado paralelo. La fijación del precio no tiene, precisamente, dentro del ámbito de las sociedades de responsabilidad limitada, porqué realizarse todos los días. Con una cotización mensual sería suficiente dado el volumen de transacciones para el valor nominal señalado con objeto de disponer de una cotización.

Para mejorar la dotación con capital propio de las Sociedades de Responsabilidad Limitada se recomienda, por consiguiente, la creación de una participación de Sociedades de Responsabilidad Limitada nominativa que sean admitidas a cotización en el mercado paralelo de Bolsa.

La participación implica exigencias a los beneficios y pérdidas. Beneficios y pérdidas que se establecen en el cierre de ejercicio y pueden influirse por la acción empresarial mediante la configuración de gastos, mediante la transferencia de beneficios de las sociedades filiales dominadas hacia la empresa y también mediante las técnicas de balance. Estos tres componentes pueden influirse de tal manera por la dirección empresarial que contradicen los intereses que tienen los propietarios de las participaciones. Para la protección de tales costes, la dirección empresarial tienen que adoptar una serie de medidas si se quiere que la participación constituya un instrumento para mejorar la dotación con capital propio de las sociedades personalistas (42).

Las medidas que se han de adoptar no deben buscarse en el derecho de codirección de los propietarios de las participaciones. Se pueden encontrar en la dotación y exigencia del derecho en la información y en los derechos de control indirectos por parte de los propietarios de las participaciones de las Sociedades personalistas. Las Sociedades Personalistas que emitan participaciones para mejorar su dotación con capital propio, tienen que configurar un " Consejo " con miembros ajenos a la familia. Este "Consejo" tiene que aprobar el cierre del ejercicio junto con la dirección empresarial. El cierre de ejercicio necesita de una censura de acuerdo con los principio de la Ley de Sociedades Anónimas. El Censor de cuentas tiene que presentar un informe de todas aquellas medidas y de todas las actuaciones en la actividad de la empresa y de sus socios en el que se confirma que las actividades empresariales se han realizado según las cir-

cunstancias y en el momento correspondiente teniendo en cuenta los intereses de los propietarios de las participaciones y que las medidas adoptadas por la sociedad y sus socios no contradicen lo apropiado de éstas medidas en interés de los propietarios de estas participaciones y que son coherente con el enjuiciamiento dado por la dirección empresarial. El censor de cuentas asumen la responsabilidad profesional en cuanto a la validez de sus afirmaciones. Los miembros del Consejo tienen que asumir la responsabilidad, al menos, en las dimensiones que corresponden al derecho de sociedades anónimas.

El mismo cierre de ejercicio se le debe facilitar a todo propietario de las participaciones. El informe sobre la censura del cierre de ejercicio, sobre la dirección de la actividad de la empresa, debe facilitarse al banco que garantiza la emisión y que ha colocado las participaciones.

Las participaciones deben cotizarse en tráfico telefónico como título nominativo. Ello mantendrían bajos los costes de transacción. No se recomienda una introducción de las participaciones de las Sociedades Personalistas en los mercados paralelos.

Para las sociedades personalistas es característico que la propiedad y la dirección de la empresa coincidan en la misma persona. Este principio, no puede ser diluido por el hecho de la emisión de participación. El capital correspondiente a las participaciones debe de estar en su volumen vinculado al capital de los socios.

Los costes de la adquisición de capital propio de las sociedades personalistas pueden reducirse mediante la incorporación de una "institución de concentración de capital". Estas "Institución", por ejemplo, una empresa de seguros, que asume el papel de reunir capital, debe disponer, en magnitud suficiente, de grandes participaciones en una sociedad de participaciones y, por otro lado, debe disponer de suficientes participaciones para poder soportar y redistribuir los riesgos de las participaciones entre las sociedades personalistas de amplio riesgo. Estas Sociedades de "acumulación" de capital pueden disponer del capital necesario para la adquisición de participaciones mediante la emisión de participaciones propias en el mercado de capitales y, con ello, desplazar parte de los riesgos a sus prestamistas que no pueden compensar mediante diversificación en sus participaciones

La capacidad de atracción de las participaciones en tales "Sociedades de acumulación de capital" se incrementa para los inversores en las participaciones de las empresas participantes, que no pueden ser denunciadas o bien tienen que ser compradas a un precio determinado. Para las empresas participantes el derecho de recompra solamente está vinculado, de forma aparente, con costes de capital propio. Pero, en realidad, las Sociedades de Participaciones pagan por el derecho de recompra durante el tiempo en el que está excluida la recompra y cargan con ello su liquidez precisamente en los años en los que están vinculadas según toda la experiencia con las inversiones de elevado riesgo con pérdidas importantes.

Las sociedades de participación de capital existentes, que conceden a sus sociedades participantes el derecho de recompra, deberían ser liberadas de la exigencia de tener que facilitar capital propio adicional para poder aceptar inversiones de elevado riesgo. Su actividad debería limitarse como hasta ahora, a aquellos casos en los que como consecuencia del deseo de venta de las participaciones en sociedades pudiera llevar a la empresa a una carga de liquidez peligrosa pero, al mismo tiempo, queda claro, que la sociedad puede seguir su actividad con los socios restantes. Tal papel de mantenedor en las posiciones de capital propio cumplen perfectamente las sociedades de participación actuales con responsabilidad limitada.

Para la mejora de la dotación con capital propio de las sociedades personalistas se tiene que recomendar, además, las sociedades de participación de capital por acciones (43). Los expertos han demostrado cómo puede configurarse una tal sociedad desde el punto de vista jurídico (44). Estas Sociedades de Participación de Capital deberían ser admitidas a la cotización en Bolsa. Deberían poder también situar en el mercado de capitales aquellas empresas en las que tienen una participación, bien sea en forma de Sociedades de Responsabilidad Limitada, en base de participaciones, bien sea en la forma de Sociedades Anónimas.

V. Recomendaciones.

Voy a concretar mis recomendaciones. Parten de la idea de poder incrementar la libre elección, por parte del inversor, entre títulos de capital propio de diferente riesgo, eliminando costes adicionales y mejorando la dotación - con capital propio a las empresas de cualquier forma jurídica. Sin que esto - pueda distorsionarse con otros problemas.

1. Para mejorar la dotación con capital propio de las Sociedades Anónimas se recomienda la creación de un mercado paralelo para la cotización bursátil por acciones que no pueden someterse a las prescripciones rígidas del derecho jurídico de la Comunidad Económica Europea. El acceso a este mercado debería abrirse también a las Sociedades de Seguros para invertir en parte sus reservas. Se debería renunciar también a la presentación por parte de un banco emisor del prospecto de introducción en Bolsa.
2. Para mejorar la dotación con capital propio de las Sociedades de Responsabilidad Limitada se recomienda la creación de una participación de Sociedad de Responsabilidad Limitada nominativa que pudiera ser admitida a cotización en el mercado paralelo que debe crearse.
3. Para mejorar la dotación con capital propio de las Sociedades Personalistas se recomienda la emisión de participaciones como partes de capital propio - sin derechos de codirección. Estas participaciones deberían poder emitirse hasta un determinado volumen con respecto al capital propio y deberían ser títulos nominativos creando un Consejo de la sociedad en el que interven--drían personas ajenas a la familia propietaria presentando su cierre de - ejercicio según los principios de las Sociedades Anónimas y manifestando que en todas las actuaciones empresariales realizadas durante el ejercicio han sido también considerados los intereses de los propietarios de las participaciones. Esta aclaración debe ser confirmada por un censor de cuentas. Se recomienda el que tales participaciones puedan ser cotizadas en tráfico telefónico.

Para mejorar la dotación con capital propio de las Sociedades Personalistas se recomienda además la creación de las Sociedades de Participación de Capital por acciones. Tales Sociedades deberían disponer del derecho de poder cotizar sus participaciones en la Bolsa.

Pies de Página.

- (1) Ver: BREUEL, Birgit, "Stellungnahme aus landespolitischer Sicht", en: Kapitalausstattung und Entwicklung der deutschen Wirtschaft, 84 Pyrmonter Unternehmergegespräche, Hannover, 1982, pág. 70.
- (2) Ver: POULLAIN, Ludwig, "Eigenkapitalfinanzierung und Investitionsfähigkeit", en: Institut der deutschen Wirtschaft und Verein deutscher Maschinenbauanstalten (VDMA) (Edit.): Investitionen - Element der Zukunftssicherung, Colonia, 1976, pág. 39 y ss., sobre todo pág. 47; ALBACH, Horst "Steuerpolitik und Investitionsrechnung", en: Institut der deutschen Wirtschaft und Verein deutscher Maschinenbauanstalten (VDMA) (Edit.): Investitionen - Element der Zukunftssicherung, Colonia 1976, pág. 153 y ss.,
- (3) Sin duda, es sin embargo difícil poder realizar el cálculo. Para las Sociedades Anónimas puede realizarse mediante los datos del Anuario Estadístico determinando un déficit de consolidación de 50.000 millones de marcos y un déficit de inversiones de 20.000 millones de marcos.
- (4) Ver: SCHMIDT, Karsten, "Die Eigenkapitalausstattung der Unternehmen als - rechtspolitisches Problem", en: JZ 11/1984, pá. 771 y ss.; Pollath, Reinhard: Steuerliche Gesichtspunkte bei der Entscheidung über Nachfrage, Angebot und Vermittlung von unternehmerischem Eigenkapital, en: ZIP 9/1984, pág. 1029 y ss.; KOCH, Ulrich, "Massnahmen zur Verbesserung der Eigenkapitalausstattung der Unternehmen", en: ZRP 1984, pág. 233 y ss.,
- (5) Ver: FLASSBECK, H., y KOLL, W., "Kapital und Rendite", en: Wirtschaftswoche 21/1983, pág. 72 y ss., especialmente pág. 78; THORMAHLEN, T., y MICHALK, J., "Leiden die deutschen Unternehmen an mangelnder Eigenkapitalausstattung?", en: Wirtschaftsdienst II/1983, pág. 87 y ss., especialmente pág. 88.
- (6) A ello debe añadirse que los costes de capital de una participación del personal son muy elevados. Ver: ALBACH, Horst/Colaboradores "Zur Versorgung der deutschen Wirtschaft mit Risikokapital, IFM-Mitarbeiter núm. 9. Bonn 1983, pág. 94 y ss.; REINHARDT Ulrich, "Die Kapitalkosten bei Mitarbeiterbeteiligung", unveröffentlichte Diplomarbeit, Rheinischen Friedrich-Wilhelms-Universität, Bonn, Junio 1980.
- (7) Ver: ALBACH, Horst, "Die Verteilung des Unternehmenseinkommens", en: ZfB 7/1978 pág. 626 y ss.; ALBACH, Horst, FUES, Thomas y GEISEN, Bernhard. "Approaches to a Theory of Income Distribution in the firm", en: Griliches Z., Krelle, E., Krupp, H.J., y Kyn, O., (Edits.): Income Distribution and Economic Inequality Frankfurt - New York 1978, pág. 132 y ss.
- (8) Ver: ALBACH, Horst, "Steigende Verschuldung und sinkende Eigenkapitalrentabilität deutscher Unternehmen - Das Investitionsklima in der Bundesrepublik Deutschland", en: Die Aktiengesellschaft 1979, pág. 121 y ss.

- (9) Ver: ALBACH, Horst, GEISEN, Bernd, SCHOLTEN, Theo, "Rate of return and Capital Structure - The negative Leverage-Effect", en: Bosman, H., van den Eerenbeent, H., De Jong, F., (Edits.): Geld en onderneming. Opstellen - aangeboden aan Professor Dr. C.F. Scheffer, Tilburg/Holanda, 1976, pág. 159-168.
- (10) Ver: Para la evolución de la cuota de capital propio : ALBACH, Horst, "Zur Entwicklung der Kapitalstruktur deutscher Unternehmen", en: ZfB 1/1975, pág. 1 y ss.; el mismo : "The Development of the Capital Structure of German Companies", en: Journal of Business Finance and Accounting 1975, pág. 281 y ss.; El mismo: "Zur Entwicklung der Verschuldung deutscher Industrieaktiengesellschaften", en: ZfB 11/1978, pág. 1007 y ss.; El mismo: "Die Verschuldung der deutschen Industrieunternehmen bei Substanzbewertung und Börsenbewertung", en: ZfB 3/1979, pág. 249 y ss.; El mismo, "Finanzierungsregeln und Kapitalstruktur der Unternehmung", en: Christians, F.W. (Edit.): Finanzierungshandbuch, Wiesbaden 1980, pág. 393 y ss.
- (11) Frecuentemente se discute que se ha disminuido la cuota de capital propio. A este respecto he presentado mi trabajo "Zur Versorgung der deutschen - Wirtschaft mit Risikokapital", pág. 20 y ss. Ver: ALBACH, Horst y Colaboradores, "Zur Versorgung der deutschen Wirtschaft mit Risikokapital", Op.cit. En épocas reciente se ha defendido la opinión que no existe un déficit de capital propio. Este planteamiento se basa en los argumentos siguientes:
- 1) Se tiene que partir de las estadísticas de valores unitarios y no de las estadísticas de balances. Este argumento es rechazable, ya que en las estadísticas de valores unitarios están considerados los elementos de inflación y los valores de mantenimiento que no tienen nada que ver en realidad con el capital propio vinculado.
 - 2) La dotación con capital propio abarca también las pensiones para jubilación y las posiciones especiales que tienen carácter de provisiones, así como las correcciones de los valores globales. Este argumento se puede remitir, sin duda, al modo en que ha realizado el cálculo Kreditanstalt für Wiederaufbau por lo que se refiere a la determinación de los "medios propios" pero, sin duda, es falso. Los impuestos que no han sido todavía pagados son deudas, y las exigencias que tienen los pensionistas al pago de las pensiones por parte de la empresa es otra cosa muy distinta que el derecho que tienen los cedentes de capital propio para exigir un dividendo de los beneficios logrados.
 - 3) La dotación con capital propio abarca también las reservas ocultas; este argumento es correcto, pero no tiene importancia en los últimos años. Las empresas no han podido configurar reservas en las últimas décadas prácticamente.
 - 4) El capital propio no cubre suficientemente el inmovilizado. Incluso aún cuando esto fuera real, el argumento sería de muy poca importancia, ya - que disminuye el patrimonio inmovilizado cuando se limita la capacidad inversora como consecuencia de la falta de aprovisionamiento de capital propio a la empresa. El cubrimiento del inmovilizado no sería, por lo tanto, adecuado no ya por el hecho de que existe suficiente capital propio sino, sobre todo, porque no se ha configurado suficiente patrimonio inmovilizado.

- 5) La cuota de autofinanciación presenta una tendencia creciente. Este argumento tiene la misma calidad que los precedentes.
- 6) Las cuotas de capital propio recientes han tenido como consecuencia una "situación de resultados decrecientes". Esta afirmación se justifica desde el punto de vista teórico con el efecto de apalancamiento positivo. Pero el efecto de apalancamiento positivo solamente tiene validez cuando el conjunto de la rentabilidad del capital total es mayor que los tipos de interés del capital ajeno, lo que actualmente no se da y tampoco cuando el prestamista de capital ajeno es indiferente a la estructura de capital. Y este no es el caso. La confirmación empírica en cuanto a la correlación negativa del capital propio de la situación de resultados que ofrece el WSI es curioso. En los años en los que como consecuencia de la evolución económica de crisis se han incrementado notablemente las correcciones de valor globales y, por lo tanto se han reducido los beneficios se incrementa la situación de resultados según la opinión de WSI. Pero, sin embargo, cuando se define como lo hace el WSI el exigible que no pueden aportar ningún resultado como capital propio nos sorprende entonces la justificación. Realmente en los años que van desde 1967 a 1972 se ha reducido la rentabilidad del volumen de ventas del 5'7% al 4'5% y la cuota de capital propio ha pasado del 40% al 35%. Si se hace un cálculo correcto se puede apreciar que están en la misma correlación la rentabilidad y la cuota de capital propio. Ver a este respecto Scheibe-Lange, Ingrid, Volkmann, Gert und Welzmueller, Rudolf: Die Eigenkapitalquote der Unternehmen in der Bundesrepublik Deutschland, WSI - Arbeitsmaterialien núm. 3, Düsseldorf (1983).
- (12) Ver: BRUSE, Helmut, "Das Unternehmensrisiko: Eine theoretische und empirische Untersuchung", en: ZfB 10/1984, pág. 964 y ss.
- (13) De acuerdo con Ed Altman puede también medirse el riesgo de insolvencia. Ver: HAHNCHEN, Axel, "Überprüfung der Z-Funktion von Altman für die Bundesrepublik Deutschland", Trabajo de Licenciatura no publicado, Bonn, Octubre 1983.
- (14) La cuota de capital propio debería haberse incrementado cuando el excedente del capital propio debería haber asumido solamente la prima de riesgo idéntica a la que habría obtenido previamente (en las mismas condiciones de mercado). Los intentos de querer ocultar la existencia de un déficit de capital propio en las empresas alemanas tratando de justificar la constancia de la cuota de capital propio son erróneos, no ya sólo por el hecho de los métodos de cálculo utilizados sino por la circunstancia concreta de que el déficit de capital propio tiene que ser medido como la diferencia proveniente del capital propio frente al riesgo.
- (15) Ver: BEYER, Horst-Tilo, "Der wachsende Einfluss der Fremdkapitalgeber", en: ZfgK 13/1984, pág. 615.
- (16) Ver: Deutsche Bundesbank, "Geschäftsbericht der Deutschen Bundesbank für das Jahr 1982", Frankfurt 1983, pág. 48.

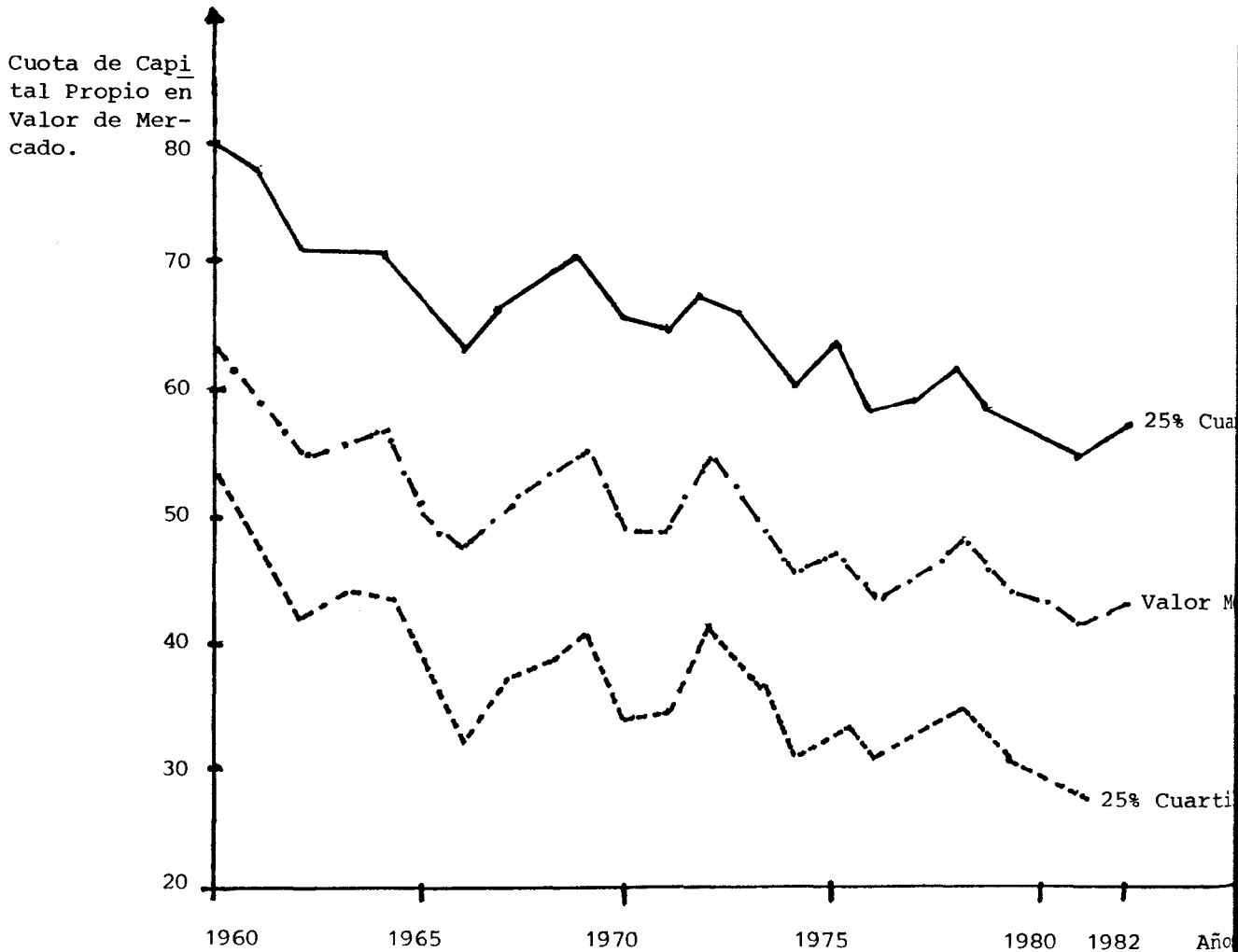
- (17) Ver: el desarrollo de las inversiones y del patrimonio inmovilizado, en: ALBACH, Horst y Colaboradores , "Zur Versorgung der deutschen Wirtschaft mit Risikokapital", Op.cit., pág. 29 y ss.
- (18) En cualquiera de los casos debe considerarse que el 25% de las Sociedades Industriales Alemanas por acciones poseen más del 40% del Capital Propio calculado a valor contable y que incluso más del 57 % del capital propio valorado en valor de mercado Esto es lo que puede verse en las figuras 2a y 2b.

Figura 2a: La Evolución de la cuota de capital propio medida en valores contables



Fuente: Bonner Datenbank: Cierres de Ejercicio de 295 Empresas Industriales. Sociedades Anónimas.

Figura 2b: Evolución de la cuota de capital propio calculada con valores de mercado.



Fuente: Ver figura 2a.

- (19) Ver: REUTER, Dieter, "Gutachten", Pág. 23; Reuter habla aquí también del "Ahorrador Medio", del "Público con capacidad de ahorro general" pág. 31 de "público en General", P.B.27, Pág. S.41; Pág. S.44; Pág.S.68; Pág. B.106, de "Público en su sentido más amplio", (Pág.S. 21); de "Público con capacidad de ahorro general" (Pág.B.31); de "círculos de población con amplia capacidad de ahorro" (Pág. S.54); de "Impositores pequeños" (Pág. B.74; B.93; B.85; B.87).

-
- (20) Ver: REUTER, Dieter, "Gutachten", pág.B.88; Reuter habla también de Impositories profesionales" (Pág. B.87, pág. B 104). En referencia a la investigación de las posibilidades de la dispersión del mercado se refiere también a "Otros grupos de impositores " (Pág.B.83)
- (21) Ver: Reuter habla también de efectos degresivos de costes (Pág. B.74).
- (22) Ver: THELEN, Hiltrud, "Börseneinführung mittlerer Unternehmen", Trabajo de Licenciatura no publicado, Universidad de Rheinische Friedrich-Wilhelms, Bonn, Septiembre 1.980.
- (23) En este sentido véase REUTER, Dieter, "Gutachten", Pág. B.75. La referencia que hace Reuter de la elevación de los costes para la adquisición de capital propio relevante, no ya como consecuencia de los bajos costes de capital propio de las sociedades familiares, sino como consecuencia de los elevados costes de capital en la adquisición de capital propio a través de mercados no organizados de capital, es naturalmente incorrecto. El "Status Quo" lo establece de forma libre la empresa familiar al transformarlo en una Sociedad Anónima y el acceso a un mercado de capitales organizados si es que ésta fuese la forma más aceptada para la dotación con capital propio que a través de mercados de capitales no organizados, sin una transformación jurídica de la sociedad.
- (24) Reuter habla de que se producen las necesidades para una apertura al público . Ver: REUTER, Dieter, "Gutachten", Pág. B.44.
- (25) Desde el punto de vista jurídico ha llamado la atención SCHMIDT, Karsten de que puedan adoptarse acuerdos en base de esta tesis de Dieter Reuter Ver: SCHMIDT, Karsten, "Die Eigenkapitalausstattung der Unternehmen als rechtspolitisches Problem, Op.Cit.,Pág. 782.
- (26) Ver: ALBACH, Horst y colaboradores, "Zur Versorgung der deutschen Wirtschaft mit Risikokapital", Op.cit., pág. 109 y ss.
- (27) Se debe mencionar aquí para la eliminación del impuesto de sociedades, la eliminación del impuesto de transacciones, la eliminación de la doble tributación en los impuestos patrimoniales, la posibilidad de deducción de los costes de transacción, la capacidad de deducción de las retribuciones a los miembros del Consejo, la eliminación de impuestos en los procesos de transformación en Sociedades Anónimas. HEMMERICH, Beatrix, " Wettbewerb um Börseneinführungen?, Trabajo de Licenciatura no publicado, Bonn, Agosto 1.981.
- (28) ALBACH, Horst, "Kapitalausstattung und Entwicklung der deutschen Wirtschaft", en: Kapitalausstattung und Entwicklung der deutschen Wirtschaft, 84. Pyrmonter Unternehmergespräche, Hannover 1982, pág. 38.
- (29) THEDE, Jürgen, "Mehr Risikokapital über die Borse", Kiel, Institut für Betriebswirtschaftslehre 1983, pág. 122.

- (30) Ver: WILLGERODT, Hans, PUTZ, Paul, "Mehr Beteiligungskapital", Frankfurter Institut für Wirtschaftspolitische Forschung, tomo 3, Bad Homburg 1983, pág. 39.
- (31) Ver: "Wissenschaftlicher Beirat beim Bundesministerium für Wirtschaft: Selbstfinanzierung bei verlangsamtem wirtschaftlichen Wachstum, Gutachten vom 16. Febrero 1963, en: Bundesministerium für Wirtschaft (Edit.): Sammelband der Gutachten von 1948 bis 1972, Göttingen 1973, pág. 449 y ss. El Consejo Asesor ha aclarado de forma expresa que considera adecuada la autofinanciación partiendo de beneficios retenidos en aquella medida en la que estos medios se sometan a los mismo principios de selección que los que corresponderían a las inversiones financiadas a través del mercado de capitales, Pág. 451.
- (32) Ver: ALBACH, Horst, "Aktienrechtliche Publizität und Börsenkursentwicklung", en: Ballerstedt, Kurt; Hefermehl, Wolfgang (Edits.): Festschrift für Ernst Gessler, Munich 1971, pág. 61 y ss. Las investigaciones más recientes sobre la relación de costes de capital propio y las relaciones de distribución de beneficios desgraciadamente no se disponen.
- (33) Ver: "Börsensachverständigenkommission beim Bundesfinanzministerium: Vorschläge der Börsensachverständigenkommission beim Bundesfinanzministerium zur Erleichterung des Zugangs von Unternehmen zur Börse durch Schaffung eines neuen Marktes, Berlin 1983, pág. 8.
- (34) Ver; ALBACH, Horst y Colaboradores, "Zur Versorgung der Deutschen Wirtschaft mit Risikokapital", Op.cit., pág. 113 y ss.
- (35) Mientras tanto las empresas de seguros han dejado a un lado la posición de rechazo que en un principio habían considerado para la adquisición de capital riesgo. El conjunto de Sociedades de Seguros Alemanas ha configurado un fondo con un volumen de 100 millones de DM que pueden participar como capitalistas Venture. En Berlin se ha creado una Sociedad de participación en forma de sociedades de responsabilidad limitada como sociedad de participación en inversiones de riesgo y participa en la Hannover-Finanz cuyas participaciones por su parte se encuentra la cartera de la Hannover-Rückversicherungs -AG, Hannover, y en el Schadensschutzverband. La creación de una Sociedad de participación en capital riesgo, cuyo capital se encuentra en la cartera de las Sociedades de Seguros está en estos momentos en desarrollo. Hasta ahora las participaciones en estas Sociedades de Capital Riesgo solamente se introducen en la cartera de las sociedades de seguros. Ver: RENTROP, Norman (Edit.) "Venture Capital Katalog", Bonn-Bad Godesberg 1983, sobre todo pág. 80.
- (36) Ver: "Bundesministerium für Wirtschaft: Arbeitspapier betr. Eigenkapitalausstattung der Unternehmen", Bonn 1983, pág. 10.
- (37) REUTER, Dieter, "Gutachten", pág. B.17.
- (38) Ver ib.
- (39) Ver: SAMLER, Johannes, "Referat zum Thema: Welche Massnahmen empfehlen sich insbesondere im Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht, um die Eigenkapitalausstattung der Unternehmen langfristig zu verbessern?", Manuscrito, pág.15.

- (40) Ver: SCHMIDT, Karsten, "Die Eigenkapitalausstattung der Unternehmen als rechtspolitisches Problem", Op.cit., pág. 779.
- (41) Ver: KIRCHNER, Christoph, " Die Eigenkapitalversorgung der publizitätspflichtigen GmbH, Hamburgo 1984, pág. 425.
- (42) En cuanto a la discusión sobre mi propuesta para la emisión de participación : REUTER, Dieter, "Gutachten", pág.B.24; VOLLMER, Lothar, "Der Genußschein - ein Instrument für mittelständische Unternehmen zur Eigenkapitalbeschaffung an der Börse", en: ZGR 1983, pág. 451 y ss.SCHMIDT, Karsten " Die Eigenkapitalausstattung der unternehmens als rechtspolitisches Problem", Op. cit., pág. 782. REUTER, Dieter, "Verbesserung der Risikokapitalausstattung der Unternehmen durch Mitarbeiterbeteiligung?", en: NJW 34/1984, pág. 1849 y ss., aquí pág. 1851; THEDE, Jürgen, "Mehr Risikokapital über die Börse", Kiel (Institut für Betriebswirtschaftslehre) 1983, pág.153 y ss. A mi no me parece convincente la reserva de Reuter contra mi propuesta de adoptar una distribución de beneficios más selectiva. Para poder incrementar la oportunidad de percibir una retribución de beneficios elevada a través de las participaciones había propuesto yo el que una parte de los beneficios pudiera distribuirse entre el capital y participaciones en la misma medida y, por otro lado, el que se distribuyese entre un grupo reducido de propietarios de las participaciones que se podría determinar mediante un procedimiento al azar. La ley correspondiente a los propietarios de las participaciones o primas del 8 de junio de 1871 no afecta a este caso, ya que la participación es un título de capital propio. Restricción proveniente del artículo 286 de las Leyes Fiscales no tendrían importancia cuando se tratase de una lotería a la hora de emitir tales participaciones, ya que no se ha hecho ninguna apuesta. Una restricción abierta no existe. Una apuesta supuesta puede considerarse por el hecho de que el precio de una participación que ofrece adicionalmente una oportunidad de beneficio se debería encontrar por encima del precio que correspondería a una idéntica participación de beneficios. Este es precisamente el sentido del modelo que va a poder reducir los costes de capital propio para la empresa como consecuencia de la elevación del atractivo en la cesión de capital propio. Desde el punto de vista económico no parece ser adecuado interpretar una tal escusa de distribución de beneficios entre los prestamistas en forma de capital propio como una lotería con una apuesta oculta. Pero en el caso en el que existan dudas jurídicas en cuanto a la posibilidad de aceptar participaciones estas dudas se tendrían que eliminar por el legislador. El objeto del artículo 286 de las Leyes Fiscales es solamente aquel que corresponde a que la utilización en provecho propio de la pasión por el juego se tendría que someter a la supervisión estatal. En mi modelo se encontraría tanto el interés conjunto de los socios y de los propietarios de las participaciones que realizan inversiones de elevado riesgo de incrementar el beneficio global de la empresa. Cuanto más barato pueda adquirirse el capital propio tanto más ganan todos. Los propietarios de las participaciones no son los que mediante una determinada forma de la distribución de beneficios de acuerdo con las expectativas elevan la capacidad de renta y el precio de las participaciones en el mercado de capitales.

-
- (43) Ver: ALBACH, Horst y colaboradores "Zur Versorgung der deutschen Wirtschaft mit Risikokapital", Op. cit., pág. 91.
- (44) Ver: REUTER, Dieter, "Gutachten", Pág. B.114.

WORKING PAPERS (SERIE ROJA)



1. A.SAINZ FUERTES
Análisis sobre la programación dinámica de la producción. Método de cálculo de variaciones. Enero 1982.
2. A.SAINZ FUERTES
La planificación temporal en la cuantificación del capital de trabajo. Febrero 1982.
3. A.SAINZ FUERTES
Tratamiento de la información en la Empresa: conceptos y vocabulario informático. Marzo 1982.
4. M.SANTESMASES MESTRE
El juego de empresa MSM-01. Abril 1982.
5. A.SAINZ FUERTES
Síntesis de la organización empresarial. Abril 1982.
6. A.SAINZ FUERTES
La empresa comercial: algunos conceptos y elementos de cálculo. Mayo 1982.
7. A.SAINZ FUERTES
La empresa agrícola-ganadera: un acercamiento al análisis, programación y control de actividades. Mayo 1982.
8. A.SAINZ FUERTES
La información y control: estudio teórico de aplicación al sistema de producción. Junio 1982.
9. A.SAINZ FUERTES
Estudio de la viabilidad económica de una red de distribución de energía: análisis de rentabilidad. Julio 1982.
10. A.SAINZ FUERTES
S.CRUIZ GONZALEZ
El sistema financiero: política financiero versus dimensión empresarial. Agosto 1982.
11. S.GARCIA ECHEVARRIA
A.SAINZ FUERTES
Política Retributiva y Política Universitaria. Febrero 1983
12. S.GARCIA ECHEVARRIA
Memoria de actividades de la Cátedra de Política Económica de la Empresa y del Instituto de Dirección y Organización de Empresas. Mayo 1983.
13. S.GARCIA ECHEVARRIA
Y COLABORADORES
Estructuración y Planes de Estudio de Ciencias Empresariales en las Universidades Centroeuropeas: República Federal de Alemania, Austria y Suiza. Junio 1984.
14. S.GARCIA ECHEVARRIA
E.RECIO FIGUERAS.
Política Económica y Coyuntural: hacia una nueva orientación. Abril 1983

15. S.GARCIA ECHEVARRIA Política de Subvenciones (La inspección financiera en el sector mixto de la economía). Mayo 1983.
16. R.LESSING; H.GROEGER;
E.SCHMIDT OFFHAUS Dirección estratégica de la empresa. Una aproximación práctica. Junio 1983.
17. E.GORGENS Protecciónismo no menos sino más paro: es el precio de una visión a corto plazo. Junio 1983
18. H.ALBACH Acotaciones al Consejo Económico y Social en España. Julio 1983.
19. CONSEJO ASESOR DEL
MINISTERIO FEDERAL
DE ECONOMIA DE LA RFA ¿Se puede disminuir el paro mediante una reducción del tiempo de trabajo?. Julio 1983.
20. S.GARCIA ECHEVARRIA Reconversión industrial. Causas y vías para la reconversión industrial. Septiembre 1983.
21. S.GARCIA ECHEVARRIA Exigencias de una organización universitaria moderna. Noviembre 1983.
22. M.MARTINEZ MARTINEZ Casos prácticos de Política Económica de la Empresa (I) Planificación y objetivos. Octubre 1982.
23. A.SAINZ FUERTES
M.L.BLASCO LAVIFA Evolución de las tarifas energéticas durante el período 1976-1982. Febrero 1.984.
24. CATEDRA DE PEE Memoria de actividades de la Cátedra de Política Económica de la Empresa. Marzo 1984.
25. I.D.O.E. Memoria de actividades del Instituto de Dirección y Organización de Empresas. Marzo 1984.
26. S.GARCIA ECHEVARRIA Política de clases medias empresariales. Febrero 1984.
27. S.GARCIA ECHEVARRIA Posibilidades y límites de una organización descentralizada de la actividad estatal. Abril 1984.
28. S.GARCIA ECHEVARRIA
A.SAINZ FUERTES Política Retributiva y Política Universitaria. IV Informe sobre estructura y evolución retributiva en la Universidad. Febrero 1984.
29. O.GRAFF VON LAMBSDORFF Liberalismo y Economía de Mercado. Mayo 1984.

0. H. ALBACH El papel del empresario Schumpeteriano hoy. Mayo 1984.
1. S. GARCIA ECHEVARRIA COLABORADORES Criterios para la configuración de planes de estudio y Análisis de las experiencias realizadas. Junio 1984.
2. S. GARCIA ECHEVARRIA COLABORADORES Posición de la Federación de Catedráticos de Economía de la Empresa con respecto al Anteproyecto de Recomendaciones de la Comisión de Reforma de los Estudios de Ciencias Económicas. Junio 1984.
3. S. GARCIA ECHEVARRIA COLABORADORES Estructura de Planes de Estudio de las Facultades de Ciencias Económicas y Empresariales de España. Junio 1984.
4. S. GARCIA ECHEVARRIA Formación y capacidad directiva: la respuesta de futuro de la empresa española. Octubre 1984.
5. O. ISSING Las subvenciones: ¿Un peligro para la evolución social del mercado?. Noviembre 1984.
6. S. GARCIA ECHEVARRIA Pórfiles de exigencias de las áreas de formación en Ciencias Empresariales. Noviembre 1984.
7. F. BUTTLER ¿Existe una política de mercado de trabajo para el futuro?. Noviembre 1984.
8. S. GARCIA ECHEVARRIA Curso piloto de Postgraduados en Ciencias Empresariales. Curso 1984/85. Noviembre 1984.
9. S. GARCIA ECHEVARRIA Necesidad de un ordenamiento económico en un sistema democrático. Marzo 1985.
0. H. ALBACH Empresa y Estado en la República Federal de Alemania. Marzo 1985.
1. S. GARCIA ECHEVARRIA La Gerencia Hospitalaria necesidad inaplazable. Marzo 1985.
2. S. GARCIA ECHEVARRIA Evolución general de la situación Económica Española. Marzo 1985.
3. H. ALBACH Formación Empresarial en la República Federal de Alemania
4. S. GARCIA ECHEVARRIA Política Salarial y su determinación. Análisis teórico de su configuración. Febrero 1985.
5. P. BISKUP La pequeña y mediana empresa como pilar básico de una Economía Social de Mercado. Su importancia para el crecimiento y el empleo. Abril 1985.